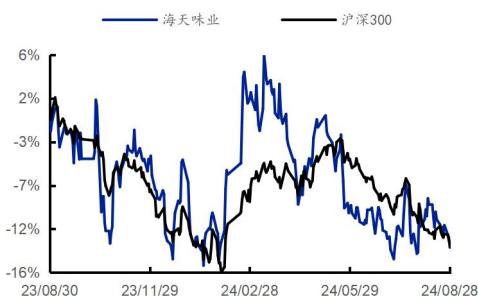


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

业绩企稳向上，员工持股提振信心 ——海天味业（603288）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/08/29		
表现	1M	3M	12M	
海天味业	1.3%	-3.8%	-13.4%	
沪深300	-3.3%	-9.3%	-13.5%	

市场数据		2024/08/29
当前价格(元)		33.99
52周价格区间(元)		33.02-42.60
总市值(百万)		189,004.81
流通市值(百万)		189,004.81
总股本(万股)		556,060.05
流通股本(万股)		556,060.05
日均成交额(百万)		171.43
近一月换手(%)		0.12

相关报告

《海天味业（603288）公司动态研究：2024开局良好，经营改善在途（增持）*调味发酵品II*刘洁铭，秦一方》——2024-05-04
 《海天味业（603288）2022年报及2023一季报点评：2023Q1盈利改善，期待经营拐点（增持）*调味发酵品II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-26

事件：

2024年8月29日，海天味业发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入141.56亿元，同比+9.18%；归母净利润34.53亿元，同比+11.52%；扣非归母净利润33.25亿元，同比+11.95%。2024Q2公司实现营业收入64.62亿元，同比+7.98%；归母净利润15.34亿元，同比+11.12%；扣非归母净利润14.65亿元，同比+10.24%。

投资要点：

- **全品类实现增长，渠道结构持续优化。**2024Q2公司在库存回归良性的基础上全品类实现增长，酱油/调味酱/蚝油/其他分别实现营收31.79/6.51/10.41/10.8亿元，分别同比增长3%/11.3%/1.2%/22.5%。公司加强对大B的定制化、个性化服务，春节后餐饮承压环境下酱油/蚝油仍实现平稳增长，“其他”品类在料酒、醋等产品带动下延续高增趋势。从渠道来看，2024Q2线下、线上渠道分别实现营收56.35/3.15亿元，分别同比+5.3%/38.2%。一方面公司线下基本盘通过多项改革措施增速回升，经销商数量重回增长，2024Q2全国新增168家经销商达6674家；另一方面公司加强线上布局，通过数字化营销工具提升用户触达能力，放大品牌声量。在线上线下渠道共同发力下，2024Q2全区域实现较好增长，东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收10.81/13.07/12.83/15.02/7.77亿元，分别同比+5%/13.3%/2.6%/6%/6.4%。
- **成本下行，效率提升，盈利同比改善。**2024Q2公司毛利率为36.33%，同比+1.6pct，我们认为主要系大豆、包材等原材料价格下降，同时渠道效率及生产效率有所提升。费用端，2024Q2公司销售/管理/财务费用率分别为6.6%/2.1%/-2.3%。分别同比+1.03/0.15/0.5pct，其中销售费用率上升主要系人工及广告费用增加，人工增加对管理费用亦有影响，财务费用率提升主要系利息收入减少。2024Q2归母净利润率录得23.74%，同比+0.66pct。
- **公司同步发布《2024年-2028年员工持股计划（草案）》，**2024年计划授予对象不超过800人，其中董监高持股比例不超过15%，2024年解锁业绩目标为归母净利润同比增速不低于10.8%，公司董监高及部分业务负责人需在达成该目标情况下，根据个人绩效考核

结果及贡献确定授予比例；其他激励对象仅根据个人绩效结果及贡献确定授予比例。我们认为公司经过 2023 年的调整，经营逐步改善，当前在存量竞争的环境下主动思变，产品+渠道改善并进。本次激励目标在消费疲弱的环境下充分彰显变革的信心和决心，有助于激发内部活力，期待调味品龙头改革红利持续兑现。

- **盈利预测和投资评级：**公司作为调味品行业龙头具备较强的品牌力，同时在 B 端及 C 端渠道均形成了一定的壁垒，当前随着渠道变革的推进经营逐渐改善。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 272/298/318 亿元，归母净利润分别为 62.32/67.99/75.48 亿元，EPS 分别为 1.12/1.22/1.36 元，对应 PE 分别为 30/28/25 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格大幅上涨；2) 竞争加剧导致销售不达预期；3) 食品安全问题事件；4) 消费需求恢复不达预期；5) 渠道改革进展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24559	27226	29812	31835
增长率(%)	-4	11	9	7
归母净利润（百万元）	5627	6232	6799	7548
增长率(%)	-9	11	9	11
摊薄每股收益（元）	1.01	1.12	1.22	1.36
ROE(%)	20	20	20	20
P/E	37.57	30.33	27.80	25.04
P/B	7.40	6.02	5.48	4.95
P/S	8.59	6.94	6.34	5.94
EV/EBITDA	27.69	20.40	18.24	16.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海天味业盈利预测表

证券代码：	603288				股价：	33.99		投资评级：	增持		日期：	2024/08/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	20%	20%	20%	20%	EPS	1.01	1.12	1.22	1.36				
毛利率	35%	35%	36%	37%	BVPS	5.13	5.65	6.21	6.87				
期间费率	5%	5%	6%	5%	估值								
销售净利率	23%	23%	23%	24%	P/E	37.57	30.33	27.80	25.04				
成长能力					P/B	7.40	6.02	5.48	4.95				
收入增长率	-4%	11%	9%	7%	P/S	8.59	6.94	6.34	5.94				
利润增长率	-9%	11%	9%	11%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.68	0.68	0.68	0.66	营业收入	24559	27226	29812	31835				
应收账款周转率	119.35	128.49	136.34	129.11	营业成本	16029	17588	19110	20120				
存货周转率	6.40	6.60	6.72	6.57	营业税金及附加	194	221	239	256				
偿债能力					销售费用	1306	1361	1541	1635				
资产负债率	24%	24%	23%	23%	管理费用	526	517	590	630				
流动比	3.44	3.57	3.62	3.71	财务费用	-585	-419	-470	-527				
速动比	3.13	3.26	3.31	3.41	其他费用/（-收入）	715	790	888	946				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	6745	7364	8101	8974				
现金及现金等价物	27530	30293	33360	37290	营业外净收支	-6	12	7	6				
应收款项	223	201	237	256	利润总额	6739	7376	8108	8980				
存货净额	2619	2714	2977	3150	所得税费用	1097	1129	1297	1420				
其他流动资产	402	331	360	380	净利润	5642	6248	6811	7560				
流动资产合计	30774	33538	36934	41076	少数股东损益	16	16	12	12				
固定资产	4609	4683	4713	4615	归属于母公司净利润	5627	6232	6799	7548				
在建工程	1460	1743	1997	2252	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	1580	1786	2044	2281	经营活动现金流	7356	7753	8409	9441				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	5627	6232	6799	7548				
资产总计	38424	41750	45689	50224	少数股东损益	16	16	12	12				
短期借款	363	489	634	787	折旧摊销	925	1139	1257	1371				
应付款项	1861	1880	2013	2166	公允价值变动	-213	0	0	0				
合同负债	4527	4409	4817	5268	营运资金变动	1410	323	344	502				
其他流动负债	2185	2604	2736	2845	投资活动现金流	-820	-1731	-1778	-1749				
流动负债合计	8936	9382	10200	11067	资本支出	-1922	-1731	-1791	-1761				
长期借款及应付债券	70	70	70	70	长期投资	686	0	0	0				
其他长期负债	384	368	368	368	其他	417	0	13	12				
长期负债合计	454	438	438	438	筹资活动现金流	-2851	-3261	-3563	-3763				
负债合计	9391	9821	10638	11505	债务融资	221	121	145	153				
股本	5561	5561	5561	5561	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	29033	31929	35051	38719	其它	-3072	-3382	-3708	-3916				
负债和股东权益总计	38424	41750	45689	50224	现金净增加额	3689	2762	3067	3930				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。